

研究報告

中国の貨幣政策の特徴、問題点、対策

高橋五郎¹

それでは、今日最後の報告をさせていただきます。既に3人の先生方の内容の濃いお話をされましたので、私が出る幕はなくなってしまいました。ですので、簡単に進めたいと思います。

「中国の貨幣政策の特徴、問題点、対策」と大変大きなテーマにしてしまいましたが、ごく基礎的な簡単なことで、お三方の先生方と同じことが部分的には出てくるかもしれませんが、我慢してお聴きいただければありがたいです。

<スライド2> (後掲「参考資料」以下同)

これも何度か出てまいりましたが、「最近の中国金融界の特筆すべき出来事」です。いろいろとありますが、そのなかで特に印象に残っているものだけを書き出しました。昨年7月の貸出金利の自由化です。まだ預金金利は自由化されてはおりませんが、金利のなかの半分が自由化されたということです。

つい最近の一月前ほどですが、CD(譲渡性預金)が発行解禁されました。商業銀行から発行するCDが解禁されたということは、かなり自由に預金の運用ができます。あるいは資金調達や資金運用する側も、かなり自由な資金運用ができる一つのルートが少し開かれたということかなと思います。

以上が、金融の制度に関することです。もう一つは金融市場の実体性についてです。今日のテーマでもあります。田代先生も皆さんお触れになりましたが、ベースマネーの増加

です。これは傾向的に増えております。私の報告は、このベースマネーのところに焦点をあてていますが、日本、中国、アメリカとEUの四つの大陸を比較していきたいと思います。それから信用乗数です。これも先ほど出ましたので、説明を繰り返す必要はありませんが、これも上昇しているという点です。

それから、預貸率、預金と貸し出しの割合です。つまり預金、資金調達のなかに占める貸し出しの割合を暫定的に預貸率としますと、これは結構、安定化しています。しかし、預貸率が安定化するなかで預貸差額、つまり預金残高利から貸出残高を差し引いた差額は増加しているという傾向が見られます。預金吸収はかなり高い伸びですが、貸出は思ったほどは伸びていません。ですから、差額は増えていると。この点は、あとでグラフでお見せします。

そして短期金利が上昇している点です。昨年の6月、上海の1日、1週間ものが10パーセント、十数パーセントに跳ね上がったことがありました。実は2013年12月にも上がっています。なぜ上がったのでしょうか。これは一つの非常に興味深い点で、私の知る限りでは、あまり解説されていないようですので、ご意見を聞きたいと思います。

もう一つは、地方投資会社です。これも先ほど何度も出ておりますが、ここが短期金利の上昇と関係があるのではないかというのが、私の一つの見方です。地方投資会社の資金調達がやや厳しくなっています。それが短

期金利の上昇と関係があるのではないかというのが、私の疑問です。この点はどのようにご覧になるのか、皆さんのお考えをお聞かせいただければありがたいと思います。

次に、シャドバンキングの拡大です。このシャドバンキングの拡大の意味が何なのか。企業間の融資や企業同士の融資が禁止されていますから、迂回をしなければなりません。企業と企業の間にはシャドバンキングが入って資金を流すということは、理屈としては分かるのですが、果たして本当かどうか。

それから、最近では住宅融資も縮めてまいりましたし、去年の今ごろは税制の改正があったように思います。いずれにしても、住宅融資がかなり締められてきています。このようなことも関係しているのではないかと思います。今、言いました中央政府、あるいは中央土地会社の資金需要が拡大しています。

さらには、ここです。預金金利がまだ規制されています。このように貸出金利市場は緩和されましたが、預金金利がまだ規制されているということは、金融機関間の競争力や資金運用能力、あるいはコスト吸収能力の差が規模の経済から脱却できないことを意味します。このような金利が規制されている段階では、十分な競争力が反映されません。

その結果、あるいはそれに関連して、資金が政府の金融機関から流れていきます。より高い金利を求めて、金融機関以外のノンバンク等を通じて、非金融機関を通じて、正規の金融機関以外の非正規の金融機関を通じて、資金が利益を求めてどこかへ流れていっていることが想定されます。

まだたくさんありますが、もう一つは株式市場の低迷です。経済成長については、先ほどの章政先生のお話にもあるように、経済成長が継続的に進んできました。その間にインフレが起きて、あるいはインフレの起き方等については、さまざまな見方があるというお

話ですが、一貫して言えるのは、傾向的に最近、GDPが今年では7.7%ぐらいで、8%を割ってしまいましたが、この成長の時期も株式市場は、そんなには伸びてはいませんでした。ある意味で、これは不思議なことです。つまり株に投資しても、あまり利益を確保できないという構造があるとしますと、資金は外に流れていきます。正規の金融機関ではないところに流れていきます。

もう一つは資金の海外流出です。国際収支表を見ますと、ある程度、分かるわけです。資金の流出する、不正規な流出があるともいわれています。今日はデータを示しておりません。概ね、このような観点から若干数字を整理してグラフをつくりました。それを説明したいと思います。

<スライド3~4>

これは何であったのかと申しますと、中国の信用乗数とベースマネー (Monetary Base : 貨幣基礎) です。2001年12月から2011年12月ぐらいまでをまとめると、このようになります。これを単純にグラフ化しますと、こうなるわけです。流通中貨幣MOと信用乗数をグラフ化しました。人民銀行の資料ですが、これは信用乗数です。GDPをベースマネーで割ったものです。これはベースマネーで割ったものです。

つまり、ベースマネーでGDPを割るということは、どのようなことかと言いますと、発行されたお金が、何回、回転しているかということです。GDPのなかで、何回、回転しているかということも言えるわけですが、それを示したのが、この点線です。実線はベースマネーです。2001年12月から10年間のものです。これを見ますと、このグラフは、田代先生のところにもありました。こちらのほうはカラーではありませんので、若干見えに

くいかもかもしれませんが、だいたい同じ傾向です。

中国のベースマネーの動き方は、このような突起と言いますか、角が出ていることです。この角は何かということ。非常に大きいです。これを見ますと、ほぼ増えるのが1月です。つまり1月か2月、春節のころになると、大量なお金が流されると。それが、この突起になって出てきています。ちょうど規則的です。1年ごとに、この突起が出てきます。しかし、傾向としては増えていきます。これまでの10年間を見ますと、ベースマネーを大量に発行してきています。そのうえで、この信用乗数も増加しています。

理屈から言いますと、MOを発行する量が増えていけば、この信用乗数は若干増え方が減るか、あるいは平準化していくかですが、実は増えていきます。最近では10倍ぐらいです。若干、最近は下がっていますが、8倍から10倍です。傾向的には、上げていって6倍から8倍、10倍近くになっている。

ですから、私は中国経済の活力は相当なものだというのが、この面に関する限り言えるように思います。非常に、お金の回り方がよろしいと。「お金は天下の回りもの」と言いますが、まさに中国では回っています。しかし、どこを回って、誰の懐を回っているのかということは別問題です。それを捨象してマクロ的に見ますと、かなり回転はよろしいということが言える。これが中国の特徴として言えることかと思えます。特徴という以上は、ほかの国はどうかとなりますので、次にほかの国の状況を見ていきます。

<スライド5>

これが日本です。先ほども似たような数字がありました。ここで顕著な動き方をしています。このあたりからリーマンショックですが、実は日本のベースマネーは、リーマンシ

ョックの少し前から大幅に下がっています。つまり、日銀が相当資金放出を縮めたわけです。さらに、リーマンショックが起きたあとも、ほとんど増やしていません。ちょうど、この底です。

これが日本の非常に顕著なベースマネー政策の現れ方です。ベースマネーが下がりますから、信用乗数が上げるわけです。そんなにGDPは増えてはいませんが、増えていないにしても信用乗数は上がります。それが、この状況です。

そして、一応、リーマンショックが終わって、アベノミクスが始まります。黒田日銀総裁がどんどんお金を流していくわけです。そうしますと、ベースマネーが、このように上げてきました。反比例するかのように、信用乗数は下がってきます。当然です。信用乗数は下がっているのは、GDPが上がっていないからです。そのことを反映したものです。しかし、お金は増えていきます。このからくりを、先ほど田代先生が説明なさいました。そのお金はどこへ行ったのでしょうか。結局、戻ってきているのではないかということでした。私もそう思っています。従いまして、ベースマネーが増えていきます。これが上げていきます。金融還流してこない、日銀に還流してこないということであれば、相当、黒田政策・アベノミクスは機能していると言っていると思います。しかし、この点に関しては、冒頭、田代先生も「うまくいっていない」とおっしゃっていました。私もそう思っています。今、盛んに安倍政権は、経済政策が成功したかのような言い方をしておりますが、決してそうではありません。おそらく、われわれ庶民には、本当のことを言っていないということです。

日銀の総裁が白川さんから黒田さんに替わりましたが、黒田さんと白川さんはつながっています。黒と白はつながっています。黒白

どちらもつけられないという一連の流れのなかであって、黒のほうも、やがてどうなるか分かりません。私も田代先生と同じように、相当程度、これは危ないと見ざるを得ないわけです。

ここの谷が深かっただけ、こちらが上げています。上げざるを得なくなったわけです。しかし、上げ方が極端すぎるということです。さらに、これから増やしていこうとしているようですが、これはどうでしょうか。このようなものは誰にでもできるのではないかと。別にアベノミクスだの、黒田何とかなどと言う必要はなく、誰でもできる政策で、ただ危険だからやらなかっただけだということではないかと思えます。

<スライド5>

これがユーロです。ユーロはどうであったかと言いますと、リーマンショックまで、一貫してベースマネーは増えていきます。やはり、ユーロ圏も GDP が増えていけませんから、信用乗数は傾向的に低下してきます。ここでクロスします。クロスしたところが、リーマンショックです。しかし、日本と違って機敏な対応をしたわけですから。ユーロの ECB (European Central Bank : 欧州中央銀行) です。ここで上げるわけです。ベースマネーを増やします。これが普通のやり方です。つまり、貨幣の流れ方を増やしていくことによって、市場の金利を下げて、お金が浸透していくようにするというのが常識です。

ところが、日本の場合は逆に削いでしまっています。これが日本の日銀の一つの問題点であるといえるわけです。これはまだ検証しなければいけません。少なくとも表面的にはそのように見えます。

中国は傾向的に増えていますから、中国の人民銀行は非常に常識的な対応をしていると見ていいかと思えます。日本の場合には非常

識と言ってもいいかどうか分かりませんが、私はそのように見ております。

欧州も景気はよくありませんから、最近はこちらが増えていきます。ユーロ圏の経済活性化のために上げていきます。しかし、うまくいきませんでした。最近はこちらを少し下げています。景気回復したのかどうか。下げれば、これは上がりますから、そういう反応だと思います。ちょうど山と谷の底の形になっています。上げた分だけ下がります。

<スライド7>

アメリカはどうでしょうか。アメリカはもっと顕著です。アメリカはマイルドで、ずっと来ました。ところが、リーマンショックで急速に増やします。市場に大量のドルを散布してきます。それ以降も散布してどんどん上げていきます。このような政策を取っています。これはどちらかといいますと、ヨーロッパと同じような反応です。

以上が、中国と日本、EU とアメリカのベースマネーの見方を概観した場合の特徴なわけです。

これから、また中国の話に収斂していきます。

<スライド8>

これも先ほど章政先生がお使いになったデータと同じもので、少し書き直しただけのものです。なぜ書き直したかと言いますと、この差を見たいからです。この黒色の線は預貸率の変化です。上がっていません。ところが、青色の預金残高は上がっています。貸出残高は、もちろんですが、これを上回ったらオーバーローンですから、そこまでは行っていません。預金残高の範囲内では超えているとはいえ、この幅がどんどん上げてきています。つまり、これが資金過剰拡大傾向の現象を表していると言えます。資金過剰の状況を表し

ています。このままですと、傾向的に、ずっと差が開いていくわけです。

これが現在の中国の金融機関全体を合計した場合の貸借の状況です。もちろん、金融機関は貸し出し以外に運用もいろいろありますから、それを次に見ていきます。

<スライド9>

これは先ほどのグラフの基になった数字です。ここです。これだけ増えているわけです。実数でいきますと、10年前が3兆元です。3兆元だったものが10倍弱、 $3 \times 9 = 27$ 、9倍以上、28兆7,000元、約29兆元、この差が増えているわけです。この差額がどこへいつているのかということです。一つは株式投資です。銀行による株式・株買い。もう一つは外貨投資です。先ほど、ほとんどがどうだろうというお話がありました。

これにドル安、ユーロ安、円安が起きていますから、中国にとっては投資しやすいという環境もあるということです。これらを考えますと、過剰流動性状態は明白です。中国は厳しい状態です。金が余りに余ってだぶついています。このだぶついていることが、むしろ危ないというのが、私の見方です。

この危ないという前に、ここで先ほどの瞿先生の「ミンスキーの理論」の話が出てくるわけです。ミンスキーは、どのようなことを言っているかと言いますと、「資金市場に対する人々の評価・対応が、極めてリズムカルかつゲーム的に進んでいます。それがどこかで破綻するのだ」と言っているわけです。しかし、瞿先生がおっしゃったように、これはモデル化していません。モデル化は、ミンスキーが死んでしまいましたから、この「ミンスキーの理論」を精緻化していく、おそらく学派の人たちの課題だと思います。彼はそこまでしかいっていないのです。

そのようなことを念頭に置きながら、お配りした論文を英語で書きました。私の考え方は、金融恐慌や財政危機 (financial crisis) は、お金が足りないから起きるのではなく、余るから起きるのです。それを仮説にしておいていきます。

<スライド10>

中国の、これを見ていただければよく分かると思います。過剰流動性があります。しかし、去年の6月に、このように跳ね上がっています。これは上海の銀行間短期金利です。これは1日ものです。これが1週間ものです。1週間ものと1日もの両方を描きました。どちらにしても上げるわけです。去年、こんなに上がりました。なぜ上がったのでしょうか。こここのところが問題です。

それから、これは今年が一番新しい4日です。4日は若干こうなっていますが、12月には、また上がります。特に1週間ものから跳ね上がります。これは何なのでしょう。これが私にはよく分かりません。ここはひとつ先生方のご意見をお聞きしたいと思っています。

私の見るところ、聞くところ、あるいは情報源によっても、なぜ、これがこんなに跳ね上がり、これがまた上がったのか。1週間ものが上がり、1日ものは上がりましたが、それほどでもありません。こちらの場合は、1週間ものも1日ものも上がっています。これは人民銀行が、シャドバンキングを規制するとアナウンスしたときでもあります。そのアナウンスに対する反応だと、新聞では言う人が多いのですが、「そうなのかな、そんなに単純なものかな」ということで、また上がっていますから。このときは先ほどのビットコインのお話が出ました。ビットコインについても、12月ごろ規制を始めましたよね。

○田代 そうです。

○高橋 12月ごろにビットコインを、中国の人民銀行が何でしたっけ。

○田代 取引禁止になった。

○高橋 取引禁止でしたっけ。何か、そういうことを言ったら、ビットコインの値段がガクッと下がりました。しかし、また上がってきているということがあるらしいですが、そのようなことも関係しているのかもしれませんが、よく分かりません。ビットコインは、このような通常の通貨は連動していますが、政策的にはまったく連動しません。ビットコインは世界通貨ですから。

中国の周小川人民銀行総裁がどう言おうが、反応するときは反応しますが、無視してもいいときは無視しますから、通常の通貨とは違うと思います。いずれにしても、このときに跳ね上がっています。

このような状況は、これからも起こるには違いないと思います。このまま行けば、また起こるだろうと思います。ですから、一定の周期があるわけではないのですが、短期金利が跳ね上がります。先ほど田代先生は長期金利も上がっているとおっしゃいました。そうなのです。ですから、金利は上がっていく可能性があります。

通常であれば、単純に過剰であれば、そんなに金利が上がるはずがありません。にもかかわらず上がるというのはなぜでしょうか。これが素朴な疑問として起きますから、そのところをどう見るかですね。

<スライド 11>

最大の私自身の懸念です。「短期金利の急上昇が導いた」という表現をしました。繰り返しになりますが、地方の投資会社の資金が逼迫していないかと、危ないぞと。それで短期の借換資金が急増したり、あるいはその可能性を秘めているのではないかということです。

これには、政府も相当気を使っています。気を使っていますが、打つ手がありません。つまり、打つ手がないということは、最大限、上限まで、投資会社の地方の融資債権が膨らんでしまい、それを緩和することも回収することも難しくなっているのではないかというのが、一つの見方です。

では、対策はどうするのでしょうか。その前に、この投資会社の資金需給が逼迫して、借り換えの資金が十分に供給できなくなると、このバブルリスクが拡大していきます。「バブルが破裂する」とは申し上げません。リスクは拡大していくという方向にいくだろうと思います。

では、拡大することに対する対策としては何があるのでしょうか。これは紋切り型ですが、金利を完全自由化します。それから、国際資本移動の自由化、資本取引の自由化です。それから、RMB（人民幣）の完全変動相場制と三つをワンセットでやらなければ、トリレンマ（trilemma：三重苦）を解消できませんから、三つをやっていきます。

おそらく、実現するのに、そんなに長い時間はかからないと思います。問題は、これとこれです。これは順次、いろいろ進めています。これです。こここのところが、中国の通貨当局が、今ひとつ自信の持てないところです。もし完全に変動相場制にしたら、人民幣がピンと跳ね上がったら大変なことになります。しかし、どこまでいくのかという目処がついていません。その自信のなさがあるって、完全な変動相場制に移行していません。まだ管理しているところではないかと思います。

もう一つ、土地市場も併せて規制緩和していかなければならないと思います。お金と土地は一对です。ですから、土地取引所の規制緩和をさらに進めていくと。今、どのような問題で規制されているかといいますと、この地方でも工業用地、商業用地、住宅用地、

その他総合と四つに土地を区分して、さらに七つ、八つの区分をして、基準価格の区分を示しています。これが地域によって違います。例えば、広州・浙江省では当然高いわけです。ところが、田舎へ行けば当然低いです。一番安いのは農業用地です。次に安いのは工業用地です。次いで安いのは商業用地、一番高いのは住宅用地です。

さらに、それが七つ、八つの段階になっているわけですから、中国は土地について、一つの地域で、 $4 \times 7 = 28$ の価格があります。その地域数が膨大ですから、地域数 $\times 28$ です。もう価格が一物一価どころではありません。大変な価格の基準地価があります。では、実勢取引はどうなるかといいますと、この基準地価に必ずしも依存しませんが、やはり関係があるわけです。それ自体は、ある意味では当然です。土地は、一物何価あっても当然です。例えば、東京の銀座の値段と、私が生まれた新潟の田舎町の土地の値段が違って当たり前です。一物百価があっても当然です。

しかし、取引をする際のさまざまな税制、使用权の移転登記、価格提示などが完全に自由化されていない面があると思われまので、そこを市場の実勢価格を整備しながら、制度的な不正を緩和していくことによって、土地に対する投資、あるいは土地を利用して生まれる利益を見込んだうえでの資金の流れが形成されていく可能性はあるのではないかと思います。

従いまして、この四つを優先すべきこととして、重要な対策として、ここでは書いたということです。以上です。

【 質疑応答 】

○高 橋 そこで自分で司会をしてしましますが、何か質問はありませんか。どうぞ。

○ 瞿 どのように過剰流動性を定義しますか。

○高 橋 過剰流動性の一つは、これですね。この預貸率の定義により70%しか運用されていない点です。

○ 瞿 実際に、中国は2011年、2012年に、貸し出しの規制を出して、これだけでは、実際のことを説明できないのではないかと思います。規制があったので、シャドバンクのこと起きて、おそらく、これだけはちょっと何か規制の問題と政府の管理も問題はちよと違ふと思います。

○高 橋 おっしゃっていることは分かります。最もいい指標は、金利で見ればいいです。資金が過剰であれば金利が下がります。これは中国も資金の過剰で金利が下がるように反応するようになっていきますから、金利の水準を見れば分かるわけです。

先生はご承知のとおり、金利はずっと低下しています。長期金利も。金融市場では資金需要が低下してきて、例えば、企業の資金需要も、大企業から中小企業へ変わっていています。それによって不良債権が増えている、あるいは減っているという議論が生まれてくるわけです。

○ 瞿 中国のM2とGDPの比率で流動性の問題を観察します。中国は、M2対GDPが200%ですから2倍以上になっています。

○高 橋 そうです。

○ 瞿 アメリカは、M2がGDPに占める割合が60%です。これはアメリカの資本市場が非常に発達して、貨幣というのは公益の媒体に過ぎないということです。しかし、中国は資本市場がまだ発展していないので、この割合が非常に高いと思います。

○高 橋 それは先生がおっしゃるとおりです。ですから、問題は資本市場が発達していないので流動性が増えるわけです。資本市場が発達していけば、運用の厚みが出てきます。運用先の取引を行う市場の厚みが出てきますから、いろいろな投資ができます。資本市場

が発達していませんと、社債発行も制約され、株式もあまり上がりません。

つまり、資本市場全体が硬直的で狭いです。それに対してお金はたくさんあります。これから中国が目指すべきことは、資本市場を充実していき、さまざまな資本、資金を投資できる対象を設けていくことです。そのための一つの方法として土地があります。現在、土地は農地と都市の土地と、完全に二重構造になっています。農村の農地使用権が売られることによって、その段階で都市の土地に変わっていくという仕組みになっています。例えば、少し工夫をして、投資を十分できるような、一定のルールを設けていくような資本市場の一環として土地市場をかけこんでいくと、これを一つの方法として考えるべきではないでしょうか。

さらには企業の育成です。これは章政先生がおっしゃったように、金融も実体経済との関係が強いですから、実体経済の改革をしながらでないと、金融市場の改革はできません。

では、実体経済の改革をすべき点はどこにあるのでしょうか。企業の市場経済における企業活動のあり方をどのように変えていくのかということです。まさに国営企業と市営企業の改革、特に国営企業をどのように進めていくかということが確実につながってきます。経済改革と金融改革は一体的です。私は分離できないと思っています。

つまり、資本市場の背景には実体経済があります。そして、実体経済を変えていくなかで、資本市場の動き方をよくしていくためには、金融制度の変革は必要です

○田代 非常に示唆的な内容の発表で感銘しました。特に過剰流動性です。お金が余っているはずなのに、お金が余っているときにこそ、金融危機が起きるのは確かです。その前に過剰流動性を吸い上げるバブルがあるわけです。

今、アメリカの場合、経済規模からすると、M2 がそれほど大きくないということですが、ここで重要なのは、2006年2月にアメリカの連邦準備制度は、M3の発表を停止しました。M2よりもっと大きいカテゴリーの貨幣供給量のカテゴリーがあります。これがずっと発表していたのが、2006年2月に突然、一方的にし切られたわけです。なぜかと言いますと、ちょうど、それは10兆ドルを超えたからです。○高橋 M3がですか。

○田代 M3がです。こうなりますと、M2は押さえられているのですが、M3にはタイム・デポジット (Time Deposit : 定期預金) というインフレ対応型の預金が入っているわけです。あと、もう一つ、ユーロダラー

(Euro-Dollar) です。つまり、アメリカから外に出ていったドルも含んでいるわけです。ですから、本当はM3こそが、アメリカの貨幣量を表す指標だといわれてきました。

例えば、金価格を考えると、M3の動向から考えているといわれていたのが、突然、2006年2月にFRB (連邦準備制度) が発表をやめました。あのとき、世界中で、「これはいよいよ来るんじゃないか」と。アメリカは過剰流動性を制御できなくなってしまい、金融危機が起きるのではないかと。そう言っていたらところ、その翌年にサブプライム問題が発生しました。さらに、その翌年になると、2008年の金融危機が本当に起きてしまうわけです。

ですから、M2だけ見ていますと、アメリカはそれほど貨幣量が大きくないですが、発表されなかったM3を考えたら、おそらく膨大なものになっているわけです。そこが問題ではないかと思います。

中国の場合、今、預貸率が非常に制約されています。これは法律上、何割という規制が入っています。これによって先ほど言いましたシャドーバンキングの問題が発生していま

す。そうしますと、中国の場合は、過剰流動性が主に銀行ではなく、外で起きています。そこは管理監督できませんから、おっしゃるとおり、私もその意見ですが、金融を自由化

しない限り、管理もできないということです。

ただ、そのときに、果たして銀行のなかには、多くは貸出金利の低下に耐えられないわけです。特に都市信用社を集めてつくった、例えば、北京銀行とか南京銀行のような銀行は非常に危ないところです。もともと持っていた、確か都市信用社の6割か7割は債務消化していたはずです。ですから、それを統合して銀行にしたわけですから、それが解消されてしていなければ、金利競争には勝てません。そのときに、先ほど章先生がおっしゃったように政治の問題になるわけです。

日本も1990年代の終わりに、国内で金融危機が発生したときに、銀行一つと証券会社一つは潰したわけですが、ほかは守ってしまいました。ニューヨークで何が起きたかといいますと、ゾンビ銀行がゾンビ企業に融資するという恐ろしいことになっているわけです。どちらも潰すことができます。下手をすると、中国もゾンビ化してしまった銀行が、ゾンビと化してしまった企業にずっと融資をしていて、それを中国人民銀行はずっと手厚く守らなければいけないことになります。そこを果たしてバサッとできるかどうかです。

アメリカもリーマン・ブラザーズだけを倒産させて、本当であれば、モルガン・スタンレーも倒産させればよかったと思いますが、結局、モルガン・スタンレーとアメリカ軍と密接な関係がありますから、ここを守りました。それがあったために、アメリカの場合、また問題が再現された状態です。その点では、中国は政治が圧倒的に優位ですから、逆に中国のほうが正常な金融システムをつくる可能性があるのかもしれないです。

○高橋 なるほど。ありがとうございました。M3ですか。それで、今、お話を聞きながら、私はふと思ったのですが、アメリカはカード社会ですよね。

○田代 そうです。

○高橋 カード社会で物を買って決済すると、要するに銀行を通さずに物を買うことができるわけです。もうお金が要らないです。日本は現金社会ですから、現金がないとお金を買えない。だから、当然、M2も増えます。アメリカの場合はカードですから、カード1枚で車を買えるかどうか分からないですが、そういうところとは単純に比較はできないと思います。ですから、GDPの割のM2が低いのは、ある面では当然です。カード社会の持っている仕組みを考慮しなければならないと思います。M3が増えているのは10兆ドルですか。

○田代 はい、そんな状態ですね。

○高橋 ということは、M3、つまり、これM2とM3の差は何でしたか。

○田代 先ほど言いましたように、タイム・デポジットをつくって。

○高橋 タイム・デポジット。

○田代 つまり、・・・に応じて相談を。元本の値を変えてくれるという、要するに、インフレ対応型の預金があります。

○高橋 なるほど。

○田代 あと、ユーロダラーです。アメリカの外へ出てしまったマネーを数えているわけです。M2は国内のお金だけです。USダラーというのは、アメリカが外に同じぐらいあるわけですから。

○高橋 分かりました。瞿先生がおっしゃったように、中国はM2が一つの重要な指標になっています。ですから、それはそれによろしいし、私もそうだと思います。M2ということは、この中国のM2と日本のM2と同じではないですね。日本のM2は、CD（譲渡

性預金) などが入っていますよね。中国には入っていないですよ。

○田代 中国は逆に証券取引の……。

○高橋 入っているものもある？

○田代 証拠金が入っています。

○高橋 入っています。だから、日本で入っていて、中国にないものと、これは常に同じではないですが、ただ大きく見れば同じですね。ですから、比較をしていいと思います。

中国のM2とGDPとの関係はマーシャルのKですね。M2がGDPの何回転寄与しているかというマーシャルのKです。マーシャルのKは、途上国である場合、モノの生産、物流生産が多いです。つまり工場生産が多い国では上がっていきますね。

○田代 そうです。

○高橋 サービス産業が増えていくと下がっていきます。なぜでしょうか。それは資金の回転率が違うからです。工場生産の場合は、例えば、100万ドルを投資して、回収されるまでには、資本が一回転しなければいけません。これは物的な制約を受けるわけです。

ところが、サービス産業では、瞬時にして回収できます。資本の回転率が全然違ってきます。あるいは、お金が要りません。帳簿決済で可能にあるということですから、サービス産業、つまり第三次産業が多い社会では、マーシャルのKは少なくなります。

中国では、これからサービス産業が増えていきます。非常に増えていますが、さらに増えていきます。いずれ第三次産業が、第二次産業を超えてしまいます。そうなりますと、M2とGDPの比率は低下していきます。

さらに、中国の第三次産業の定義は、日本とは若干違います。日本の場合は、不動産を売った買ったの不動産屋さんは、サービス産業です。ところが、中国では建物建設業者、その建てたものを売る売買業者を一括して、まだ第二次産業に入っています。このとこ

ろの区分が非常に大事です。なぜならば、中国では、この不動産投資、あるいは不動産売買が非常に大きいからです、これを除きますと、中国は第三次産業が第二次産業を上回っていると思います。もう先進国型の経済になってきています。これからはマーシャルのKは下がっていきます。そうしますと、お金節約社会になっていきます。

お金の効率性がよくなっていくと、お金が要らなくなっていきます。では、そのお金はどこに行くのでしょうか。つまり、先進国型の社会は、お金が余る社会です。モノの生産に、お金を使わなくなって行きます。そのお金はどこへ回していくのか、それが資本市場の成長市場の形成のために、特に大事だと思います。そして、余ったお金は海外へ自由に持っていくことのできるような制度、これが資本移動の自由化、為替変動相場の自由化、金利の自由化につながってきます。

その意味で、第三次産業が増えていくことによって、中国の金融政策も変えなければいけない時期に来たと思います。余ったお金はどうするのか、それは先進国をご覧になって分かるように、資金の運用先はたくさんあるわけです。株式市場、社会市場、パチンコ、競馬だとかたくさんあるわけです。ところが、中国ではそれを規制しているわけです。パチンコいけない、競馬いけない、カジノもいけない。カジノは、マカオではできるかもしれませんが……。そのようなものはどうでもいいですが、資本市場の厚みが薄いことが問題だと思います。ですから、これを広くしていかないといけません。そうしないとお金が回っていきません。お金があるのに、うまくやればもっと経済活動が活性化して、多くの利益が上がるのに、儲け先がないので、どこかへいってしまうとか、寝てしまうということになってくるのではないかと思います。

○ 瞿 日本は、この比率はどうなっていますか、M2。

○高 橋 日本は経済成長していませんから下がっているのです。お金が有効に活用されていません。つまり、日本は投資をしても儲かりません。ところが、中国へ、このお金を持っていきますと、8回転、10回転します。

○ 瞿 日本は、経済が不景気なので、ベースマネーを増やしても、M2は超えないが、中国の場合は、ベースマネーを増やしたら、貸し出しのそういうものを借りたい需要があるので、お金を、M2は増えると思います。

日本はそういう需要がないので、ベースマネーを増やしても増えないと思います。

○高 橋 そのとおりです。

そろそろ5時を過ぎましたので、このぐらいにさせていただきます。ありがとうございます。

引き続き4人の報告を総合して、全体的な報告者相互のそしてフロアーを含めて議論できる時間を設けたいと思いますので、ひとつご自由をお願いします。

脚注*

¹ 愛知大学国際中国学研究センター所長・愛知大学現代中国学部教授

参考資料

(当日使用した資料の多くは部外秘が多く、高橋教授が作成した資料のみの公開となった)

スライド1

中国の貨幣政策の特徴、問題点、対策

日中金融問題研究会

愛知大学国際中国学研究中心

高橋 五郎

2014年1月24日

スライド2

最近の中国金融界の特筆すべき出来事

金融制度

- 貸出金利自由化(2013.7. 20)
- 譲渡性預金(CD)発行解禁(2013. 12. 9)

市場

- Basemoneyの増加(傾向的)
- 信用乗数(GDP/M2)の上昇 →
- 預貸率安定化の預貸差額の増加 ●過剰流動性
- 短期金利の上昇
- 地方投資会社経営破綻の兆候?
- 影子銀行の拡大(企業間融資禁止、住宅融資規制、地方政府・地方投資会社需要、預金金利規制、株式市場低迷…)

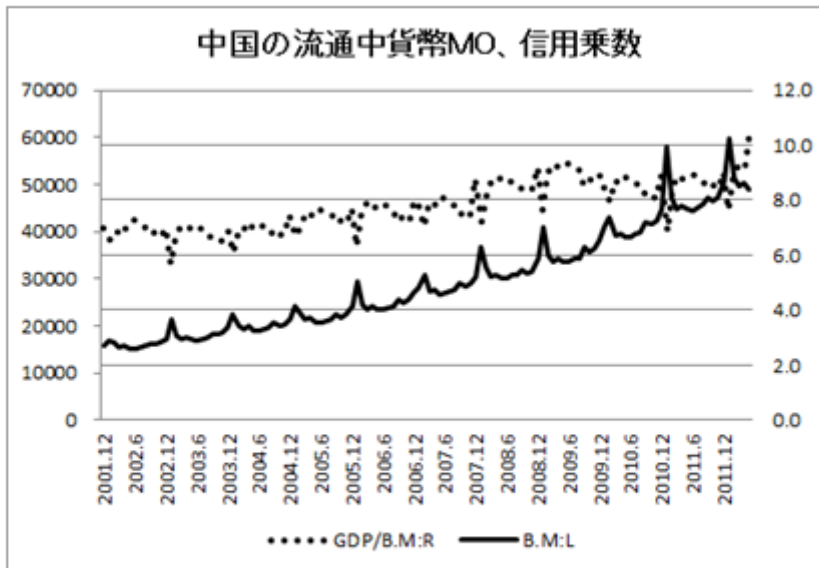
スライド3

	B.M.L	GDP/B.M.R	GDP
2001.12	15689	7.0	109655
2002.1	16727	6.6	109655
2002.2	16643	6.6	109655
2002.3	15545	7.1	109655
2002.4	15865	6.9	109655
2002.5	15244	7.2	109655
2002.6	15068	7.3	109655
2002.7	15358	7.1	109655
2002.8	15713	7.0	109655
2002.9	16234	6.8	109655
2002.1	16015	6.8	109655
2002.11	16347	6.7	109655
2002.12	17278	7.0	120333
2003.1	21245	5.7	120333
2003.2	17938	6.7	120333
2003.3	17107	7.0	120333
2003.4	17441	6.9	120333
2003.5	17115	7.0	120333
2003.6	16957	7.1	120333
2003.7	17362	6.9	120333
2003.8	17607	6.8	120333
2003.9	18307	6.6	120333
2003.1	18251	6.6	120333
2003.11	18440	6.5	120333
2003.12	19746	6.9	135823
2004.1	22288	6.1	135823
2004.2	19894	6.8	135823
2004.3	19298	7.0	135823
2004.4	19879	6.8	135823
2004.5	19049	7.1	135823
2004.6	19018	7.1	135823
2004.7	19409	7.0	135823
2004.8	19518	7.0	135823
2004.9	20524	6.6	135823

2004.1	20078	6.8	135823
2004.11	20209	6.7	135823
2004.12	21468	7.4	159678
2005.1	24016	6.7	159678
2005.2	22669	7.1	159678
2005.3	21240	7.5	159678
2005.4	21668	7.4	159678
2005.5	20813	7.7	159678
2005.6	20850	7.7	159678
2005.7	21172	7.6	159678
2005.8	21353	7.5	159678
2005.9	22274	7.2	159678
2005.1	21894	7.3	159678
2005.11	22411	7.1	159678
2005.12	24033	7.7	184937
2006.1	29310	6.3	184937
2006.2	24482	7.6	184937
2006.3	23472	7.9	184937
2006.4	24156	7.7	184937
2006.5	23465	7.9	184937
2006.6	23469	7.9	184937
2006.7	23753	7.8	184937
2006.8	24185	7.6	184937
2006.9	25687	7.2	184937
2006.1	24964	7.4	184937
2006.11	25527	7.2	184937
2006.12	27073	8.0	216314
2007.1	27949	7.7	216314
2007.2	30628	7.1	216314
2007.3	27388	7.9	216314
2007.4	27814	7.8	216314
2007.5	26728	8.1	216314
2007.6	26881	8.0	216314
2007.7	27326	7.9	216314
2007.8	27822	7.8	216314
2007.9	29031	7.5	216314
2007.1	28318	7.6	216314
2007.11	28988	7.5	216314
2007.12	30334	8.8	265810
2008.1	36673	7.2	265810

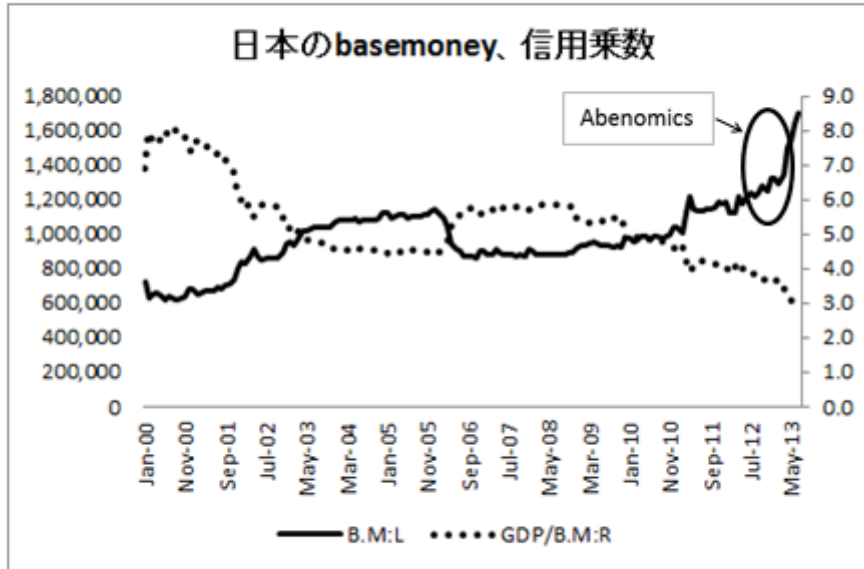
2008.2	32454	8.2	265810
2008.3	30433	8.7	265810
2008.4	30790	8.6	265810
2008.5	30169	8.8	265810
2008.6	30181	8.8	265810
2008.7	30687	8.7	265810
2008.8	30852	8.6	265810
2008.9	31725	8.4	265810
2008.1	31318	8.5	265810
2008.11	31607	8.4	265810
2008.12	34219	9.2	314045
2009.1	41082	7.6	314045
2009.2	35142	8.9	314045
2009.3	33746	9.3	314045
2009.4	34257	9.2	314045
2009.5	33560	9.4	314045
2009.6	33641	9.3	314045
2009.7	34239	9.2	314045
2009.8	34407	9.1	314045
2009.9	36788	8.5	314045
2009.1	35730	8.8	314045
2009.11	36344	8.6	314045
2009.12	38247	8.9	340903
2010.1	40759	8.4	340903
2010.2	42866	8.0	340903
2010.3	39081	8.7	340903
2010.4	39658	8.6	340903
2010.5	39653	8.8	340903
2010.6	39905	8.8	340903
2010.7	39543	8.6	340903
2010.8	39623	8.5	340903
2010.9	41854	8.1	340903
2010.1	41646	8.2	340903
2010.11	42252	8.1	340903
2010.12	44628	8.9	397983
2011.1	58064	6.9	397983
2011.2	47270	8.4	397983
2011.3	44845	8.9	397983
2011.4	45489	8.7	397983
2011.5	44603	8.9	397983
2011.6	44478	8.9	397983
2011.7	45183	8.8	397983
2011.8	45775	8.7	397983
2011.9	47145	8.4	397983
2011.1	46970	8.6	397983

スライド4



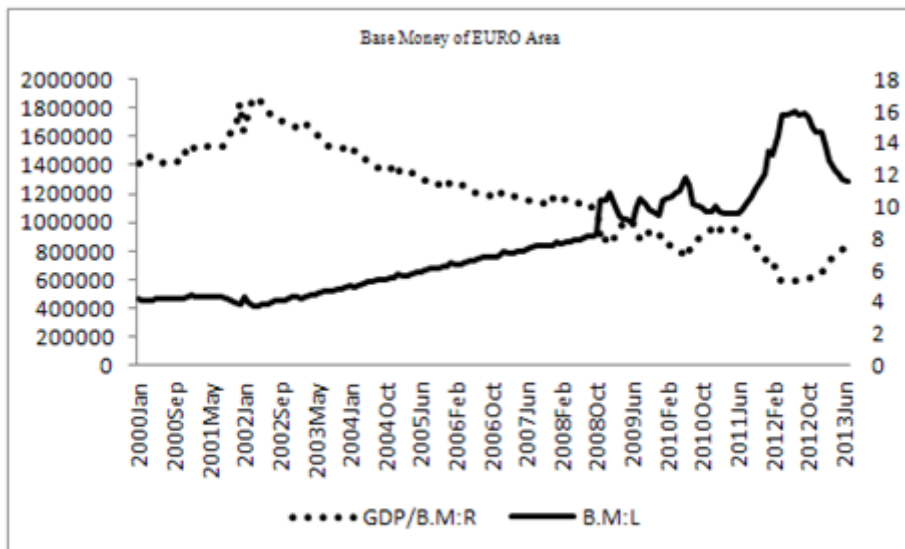
中国人民銀行資料より高橋作成

スライド5



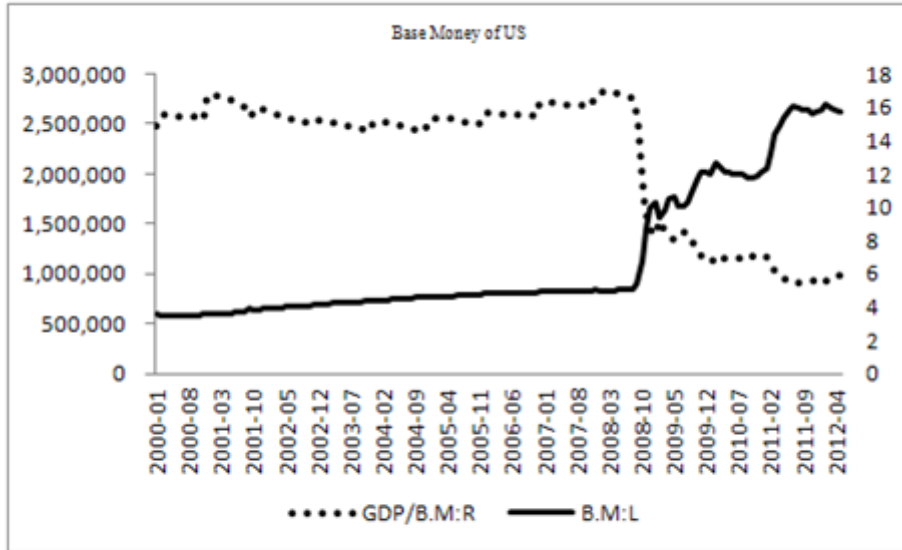
日本銀行資料より高橋作成

スライド6



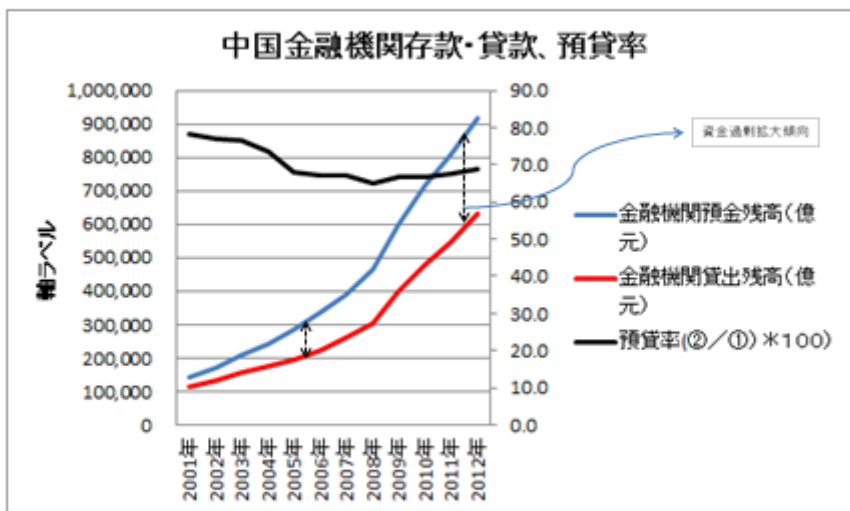
ECB資料から作成

スライド7



FRB資料から作成

スライド8



スライド9

膨張する預貸差額(低迷する企業資金需要)、狭い運用先

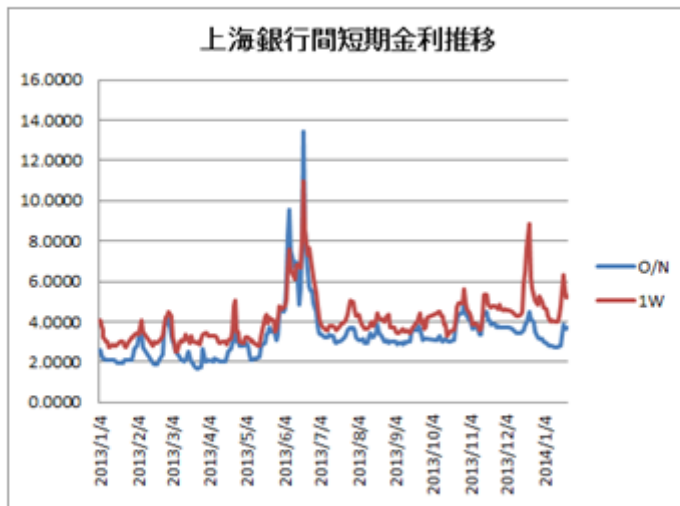
	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
金融機関預金残高(億元)	143,617	170,917	208,056	240,525	267,170	335,434	369,371	466,203	597,741	718,238	809,368	917,555
金融機関貸出残高(億元)	112,315	131,294	158,996	177,363	194,690	225,285	261,691	303,395	399,685	479,196	547,947	629,910
預貸率(②/①)*100	78.2	76.8	76.4	73.7	72.8	67.2	67.2	65.1	66.9	66.7	67.7	68.7
預貸差額(①-②)(億元)	31,302	39,623	49,059	63,162	72,479	110,149	127,680	162,809	198,056	239,042	261,422	287,645

預貸差額の運用先: 株式投資、 外貨投資(\$、€、¥等)
 (株価買い支えに寄与)
 ↑
 \$安、€安、¥安

過剰流動性状態は明白

スライド10

過剰流動性下の短期金利上昇の利用



SHIBOR 上海銀行間同业拆放利率
 Shanghai Interbank Offered Rate

スライド11

最大の懸念:

- 短期金利の急上昇が不気味



地方投資会社資金逼迫、短期借換資金需要急増の恐れ



金融バブルリスク拡大



- 対策:
- 金利完全自由化
 - 国際資本指導の完全自由化
 - RMBの完全変動相場制
 - 土地取引市場の規制緩和、市場実勢価格の整備